

学校编码: 10384

分类号_____ 密级 _____

学 号: 200115004

UDC _____

学 位 论 文

我国上市公司发放股票股利动机的实证研究

An empirical study of listed companies' motives to distribute stock dividends in China

刘 星

指导教师姓名: 王 志 强 副教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 企业管理 (理财学)

论文提交日期: 2004 年 月

论文答辩时间: 2004 年 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2004 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2004 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

内容摘要

理论上,股票股利仅仅是在账簿上做一个轻松的转账,对公司的现金流及公司账面价值不产生任何影响。但在实践中,我国的上市公司却都热衷于发放股票股利,他们的动机何在呢?本文带着这一问题,以我国 1998——2001 四年发放股票股利的上市公司作为研究样本,分析了我国上市公司发放股票股利的动机,即信号传递、增强流动性、最适股价、避免现金的发放及再融资。

本文的研究安排就是依次针对这五个动机的检验:

第一个是关于信号传递动机的研究,笔者通过选择匹配样本的研究方法,比较研究样本与匹配样本在发放股票股利后两年内的业绩(EPS)。结果发现研究样本的业绩远远高于匹配样本,且检验效果显著。所以本文的研究结果同国外大部分的文献研究相同,上市公司发放股票股利是向公众发布未来收益高的信号。

第二个是关于增强流动性动机的研究。这一动机的研究结果在学术界存在很大的分歧,笔者对这一部分的研究仍然采用匹配样本的研究方法,比较研究样本与匹配样本在发放股票股利后换手率的变化,结果表明我国上市公司进行股票股利的发放并不绝对的导致流动性增强或是减弱,并未发现公司发放股票股利时有这一动机。

接下来运用 Logit 回归模型,检验了前述的第三个和第四个可能的动机:最适股价以及避免现金的发放。研究结果发现我国上市公司会利用发放股票股利来达到降低股价的目的,另外公司还有保留现金以备未来进一步投资之用的动机。

最后一个检验的是中国股市可能存在的一个特殊动机——再融资动机,笔者将所有研究样本中在发放股票股利后一年内即再配股的公司数所占比例与整个市场一年内配股的公司所占的比例进行比较,结果并未发现上市公司发放股票股利有再融资的动机。

关键词: 股票股利; 动机; 实证研究

ABSTRACT

According to the theory, stock dividends is just an easy transferring on the financial statement, which won't have an effect on the cashflow and shareholders' value. But in practice, the listed firms favored issuing stock dividends in China. So why do listed firms like to distribute stock dividends so much? With this question, this paper analyzes the motives of listed firms to issue stock dividends by studying distributing firms during 1998-2002 in China. The motives are signaling, increasing stock liquidity, keeping optimal price, cash reserve and refinancing.

The structure of this paper is arranged according to the above motives in turn:

The first motive examined is about the signaling. In addition to the test sample, a control sample is constructed by matching every company the same industry and the most similar total assets. By comparing the EPS of test sample two years after splits with the control sample, the result turns out that the performance of test sample is much better than the control sample, so as the same as in American stock market, the listed companies is sending good signals by distributing stock dividends.

The second motive focused on the liquidity change after splits. The results vary among all the researches. With the same study method as first part, the empirical results shows that the liquidity increases after distributing by comparing turnover rate of test sample with the control sample.

To study the third and forth possible motive of stock dividends —keeping optimal price and cash reserve, a Logit regression model is used to test. The result shows that the listed companies uses stock dividends to decrease the stock price in order to keep the "right range", and they also have motives to reserve cash for the future investment.

The fifth motive studies a possible special motive of Chinese stock market—

refinancing. Through comparing the reoffering ratio of test sample after distributing stock dividends with the whole market, a conclusion is drew that there is no such a motive in Chinese stock market found.

Key Word: Stock dividends; motives; empirical study

厦门大学博士论文摘要库

目 录

前言	1
第一章 相关概念	3
一、 送股	3
二、 股票拆细	5
三、 公积金转增股本	7
第二章 文献回顾	9
一、 信号传递假说	9
二、 增强流动性假说	17
三、 最适交易价格假说	19
四、 避免现金发放假说	21
五、 再融资假设	21
第三章 研究方案的设计	23
一、 研究方法的选择	23
二、 样本的选择	26
三、 变量的选择	29
第四章 实证结果	32
一、 信号传递	32
二、 增强流动性	40
三、 最适股价及避免现金发放	43
四、 再融资假设	48
第五章 结论及不足	50
参考文献	52
后记	55

CONTENTS

Preface.....	1
Chapter 1 Related Definitons.....	3
1 Stock Dividends.....	3
2 Stock Splits.....	5
3 Accumulation fund transfering to stocks	7
Chapter 2 Reviewing of Literature	9
1 Signaling	9
2 Increasing Liquidity	17
3 Keeping Optimal Price	19
4 Cash Reserve.....	21
5 Refinancing.....	21
Chapter 3 Design of studying Scheme.....	23
1 Studying Methods	23
2 Test Sample and Control sample	26
3 Parameters	29
Chapter 4 Empirical Results.....	32
1 Signaling	32
2 Increasing Liquidity.....	40
3 Keeping Optimal Price and Cash Reserve	43
4 Refinancing.....	48
Chapter 5 Conclusion and Deficiencies.....	50
Reference.....	52
Postscript.....	55

前 言

在我国，上市公司年末派发股利的方式包括现金股利、送股及转增。其中现金股利是公司以现金的形式将当年的经营利润或累积的利润向股东分红，它属于公司股利政策中最基本也最常见的股利分配方式，我们经常提到的股利也都是指现金股利。而送股是公司为了将现金留存下来供未来发展的投资所用而产生的一种分红方式。采用这种方式，公司只要要在账面上将未分配利润转为股本，所以送股既可以达到发放股利的作用又可以保留现金。最后，转增是国内股市中另一种特殊的分红方式，因为中国的股票面值都按 1 元计算，导致上市公司的公积金数额较大，所以国内市场允许上市公司在年末将公积金转增为股本，这构成了中国资本市场上独有的分红方式。

国内对于股利的实证研究大部分都以现金股利的研究为主，专门针对股票股利的研究还很少。而送股与转增一直是我国上市公司广泛采用的股利形式，如 1998 年在我国所有发放股利的公司中，送股或是转增的上市公司所占的比例达到 47.83%。所以本文便针对这一空白处，就我国市场上的股票股利进行研究。

国外对股票股利的研究一般是将其与股票拆细结合起来研究，因为在国外分配比例超过 25% 的股票股利都称为股票拆细。如前所述，股票股利并不直接增加股东的财富，不会导致公司资产的流出或负债的增加，不增加公司的财产，只是引起所有者权益各项目的结构发生变化。那么根据 MM 理论，在完美市场假设下，股票股利的发放应属于中性事件，其影响仅止于股价按股利发放比例的稀释而已。然而众多的实证研究发现股票股利的宣告对市场所造成的股价反应绝不仅仅只是股价的按比例稀释，而是具有正的超常收益。

另外，如果股票股利的发放不能引起股东权益的增加，那为什么股票股利还成为上市公司普遍采用的股利发放形式呢？发放股票股利原因已经早已不止最初的单纯保留现金供将来投资需要，而变得复杂化。

长期以来财务学家都试图找到这两个问题的答案。在他们的研究成果中，首先是信号传递假说，该假说认为公司发放股票股利是向公众传递未来绩优的信号，所以股票股利能够带来正的市场反应。随后越来越多的学者从实证检验上验证了这一假设，并提出了许多其他的假说，如增强股票的流动性、保持最适股价、避免现金发放等等。

在我国，发放股票股利除了上述可能的动机外，可能还存在配股的动机。本文结合中国的实际情况，就国内市场股票股利的数据来检验以上假说，研究我国上市公司发放股票股利的动机。

第一章 相关概念

一、 送股

送股是指公司用未分配利润向现有股东发放的额外的普通股股票，我国通常称之为“红股”。送股的历史可追溯到伊丽莎白年代。英国东印度公司由于在每次航海后都没有足够的现金向股东支付股利，于是便用下次航海的股份来代替现金，1682年，该公司宣布发放100%的股票股利。此后，在十八和十九世纪，股票股利在英、美等国的股份公司中十分普遍。在美国，一个较早发放股票股利的案例是在1869年，纽约中心铁路在其与哈德森铁路合并前夕发放的股票股利。尽管在美国发放股票股利需要交纳所得税，股票股利仍然很流行。因此，当1922年最高法院免除股票股利的所得税后，股市的股票股利发放率从之前的14.5%上升到47%。(Lakonishok and lev,1987)

与现金股利不同，送股只是资金在股东权益账户之间的转移，即将公司的未分配利润或盈余公积金转增为股本。它并不导致公司现金的流出，也不增加公司的资产，股东权益账面价值的总额也不发生变化。但送股将增加发行在外的普通股股票数量，导致每股股票所拥有的股东权益账面价值的减少，不过由于股东所持有的股票数量将相应的增加，每位股东的持股比例不变，每位股东所持有股票所代表的权益账面价值也不变。

例如：某上市公司在送股前，其资产负债表上的股东权益账户情况如下（单位：万元）

普通股（面额1元，已发行2亿股）	20000
资本公积	70000

盈余公积	20000
未分配利润	30000
股东权益合计	140000

现假定，该公司宣布送股，按 10 送 7 的比例向全体股东送股，现有股东每持有 10 股，即可收到 7 股增发的普通股。随着股利的发放，未分配利润中有 1.4 亿元的资金要转移到普通股的股本账户上去，因而普通股由原来的 2 亿元增加到 3.4 亿元，而未分配利润的余额由 3 亿元减少至 1.6 亿元，但该公司的股东权益总额并未改变，仍是 14 亿元，送股对资产负债表上股东权益部分的影响如下：

普通股（面额 1 元，已发行 2 亿股）	34000
资本公积	70000
盈余公积	20000
未分配利润	16000
股东权益合计	140000

可见，对于送股，公司只要轻轻松松的在账簿上做一笔转账业务，既完成了这种利润分配，无须支付任何代价。所以这是一种“一毛不拔”的股利分派方式。就股东而言送股除了使其所持的股票增加外，几乎没有任何现实价值。由于公司净资产值不变，股东所持股份比例不变，因而每位股东所持股票净资产值也不变。假设某股东持有上述公司普通股 1000 股，公司送股后对其所持公司股票的影响如表 1—1 所示。

因此，从理论上说，送股对于股东而言，除多了几张证明其所有权的股票外，没有任何价值。当然，如果公司在送股之后，还能发放现金股利，且能维持每股现金股利不变，则股东因所持股数的增加而能得到更多的现金股利。送股通常与成长中的公司有关。在这种情况下，送股对投资者而言，可能意味着公司管理当局预期盈利将继续增长，而且其盈利的增长足

以抵消因总股本扩大所引起的每股收益的稀释。

表 1-1：送股的影响

	发放前	发放后
所持股份	1000 股	1700 股
所占比例	1 千股/2 亿股=0.005%	1700 股/3.4 亿股=0.005%
所持股票净资产值	7000 元	7000 元

对公司来说，送股既不需要向股东支付现金，又可在心理上给股东已
从公司取得了投资回报的印象，保持了股利的持续发放，是一个即不减少
现金，又可使股东分享利润的两全其美的办法。因此，在公司资金紧张，
无力发放现金股利的前提下，送股的作法不失为一种权宜之计。但如果公
司长期不支付现金股利，仅靠送股是不能令公司股东信服的，公司股票
的投资价值可能会受到不好的影响。

二、股票拆细

股票拆细又称拆股，是指股份公司用某一特定数额的新股按一定的比
例交换一定数额流通在外的股份的行为。例如，2 对 1 的股票拆细是指两
股新股换一股旧股的行为。股票拆细在二十世纪初开始流行。例如，截至
1930 年 12 月 31 日在纽约证券交易所交易的 837 只股票中，至少 150 只股
票在 1921-1930 年之间进行一次或更多的股票拆细行为。与股票股利相
比，股票拆细仍然较为流行。在美国宣布股票拆细公司的比例从 1963 年的
3.05%上升为 1982 年的 5.75% (Lakonishok and Lev,1987)。

从会计的角度来看，股票拆细对股权结构不会产生任何影响，一般只会使发行在外的股票总数增加，每股面值降低，并由此使每股市价下跌，而资产负债表中股东权益各账户（股本、资本公积、留存收益）的余额都保持不变，股东权益的总额也维持不变。因此，股票拆细与送股非常相似，都是在不增加股东权益的情况下增加股票的数量，所不同的是，送股虽不会引起股东权益总额的改变，但股东权益构成项目的金额将发生变化，而股票拆细后，股东权益总额及其构成项目的金额都不会发生任何的变化。从实务上讲，两者之间的差别较小，一般根据有关证券管理部门的规定来加以区别。例如，美国纽约证券交易所规定，25%以上的送股都视为是股票拆细¹。

对公司而言，股票拆细可能起到以下作用：（1）降低股票价格。如果股票的市场价格过高，股票交易就会因每手交易所需要的资金量太大而受到影响，特别是许多小户、散户，因资金实力有限而难以入市交易，使这类股票的流通性降低，股东人数减少。因此，许多公司在其股价过高时采用股票拆细的方法降低股票的交易价格，提高公司股票的流通性，使公司的股东更为分散，这样也可有力的防止少数小集团的股东通过委托代理权，实行对企业控制的企图。（2）向股票市场和广大投资者传递公司业绩好、利润高、增长潜力大的信息，从而提高投资者对公司的信心。

对股东而言，股票拆细与送股相同，使其持有的股数增加，但其持股比例则维持不变。由于股票的市价也会相应的按比例下降，故每位股东持有股票的总价值仍保持不变。至于现金股利方面，很少有公司会在股票拆细后仍维持与以前相同的现金股利，但只要每股现金股利的下降幅度小于股票拆细幅度，则股东实际收到的股利就有可能增加。

¹ 见白革萍，“对股票股利法律限制及会计处理的中美比较”，《上海会计》，2001年2月，P38

三、公积金转增股本

公积金转增股本，也就是我们说的转增，是中国上市公司特有的一种常见的股本扩张方式。当企业拥有一定数量的公积金，就可以将这些公积金转为股本。在国外较为规范的市场中，由于供需较为平衡，公司发行股票溢价部分一般较少，资本公积金也不用作转股。但在中国市场由于会计法规定股票只能以面值入账，其余部分全部记为资本公积，且绝大部分是通过高溢价发行股票，致使公司形成大量的资本公积金。有些公司资本公积金的还大于公司股本几倍，公司中这种大量资本公积金的存在，为高比例转增提供了条件。因此可以说，以资本公积金转股是中国证券市场的特色。

虽然从法律的角度看，转增股本与送股是不同的，送股是对盈余的分配，转增股本是用资本公积金扩张股本，但两者并没有实质上的差别。从会计的角度看，二者都仅仅是股东权益结果中不同科目之间的内部调整及发行在外股数增加而已，在会计处理上与送股类似，借记资本公积，贷记股本。对投资者而言，二者都会引起股东持股数增加但持股比例不变，并没有什么差别。也就是说，转增股本对公司和股东都无实质的影响。

综上所述，送股、股票拆细还有公积金股本虽然不完全相同，但都是在改变所有者权益的情况下增加股票总数，仅仅是在帐簿上将所有者权益中不同科目作一个内部调整，尤其对于投资者而言，三者都是增加其持股数量而不改变持股比例，三者没有本质上的区别。国外的实证研究一般是将送股与股票拆细结合起来分析他们的动机，而国内由于很少有股票拆细的现象，所以本文将国内送股与转增的上市公司结合起来作为研究样本，

研究我国上市公司发放股票股利的动机。

根据上述理由，送股与转增并没有实质性的区别，而且它们细微的差别对本文的研究也并没有影响，所以在下面的研究中笔者将不再对两者进行区分，而统一称其为股票股利。

第二章 文献回顾

理论上，股票股利对公司和股东的现金流都没有实质性的影响，然而，大量的实证结果却表明股票股利通常会伴随正的超常报酬。这些研究提出了两个问题，第一，如果股票股利对股票的价值没有影响，那为什么公司还热衷于发放股票股利？第二，是什么原因促使市场对发放股票股利产生正的反应？

许多财务学家在文献研究中试图回答这两个问题，并有显著的研究成果。总的来说，国外的研究提出了信号传递、增强流动性、保持最适股价、避免现金的发放四个假说，而在我国，上市公司除了这四个可能的动机外，另外还有一个可能的再融资动机，以下将分别加以论述：

一、信号传递假说

信号假说或者称为股利信息内涵假说，几乎是与追随者效应理论同时发展起来的新学说。该学派从 MM 理论的投资者和管理当局拥有相同的信息假定出发，认为管理当局与企业外部投资者之间存在着信息不对称，管理当局占有更多的有关企业前景方面的内部信息。股利是管理当局向外界传递其掌握的内部信息的一种手段。如果他们预计到公司的发展前景良好，未来业绩有大幅增长时，就会通过增加股利的方式将这一信息及时告诉股东和潜在的投资者；相反，如果预计到公司的发展前景不太好，未来盈利将呈持续性不理想时，那么他们往往维持甚至降低现有股利水平，这等于向股东和潜在投资者发出了利淡信号。

股利信息内涵思想的萌芽早在林特勒（Lintner,1956）有关股利政策的

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库